

経済危機が私立大学の資産運用にもたらした教訓

専修大学商学部

小 藤 康 夫 (こふじ やすお)

Lesson that Economic Crisis Brought to Asset Management of Private University

School of Commerce, Senshu University

Yasuo Kofuji

1 経済危機と私立大学の資産運用

(1) 私立大学が抱えた巨額損失

2008年9月の米国発のリーマンショックはわが国の銀行を始めとする金融機関や証券会社だけでなく、教育・研究機関である私立大学も直撃した。米国の大学ほどではないが、わが国の私立大学も最近になってようやく資産運用に積極的な姿勢をとるようになった。だが、不幸なことに突如として世界的な経済危機が発生し、外国為替や株価の急激な下落から巨額損失を抱えてしまった。

主要私立大学の損失額（2009年3月期）を「週刊ダイヤモンド」（2009年）から取り上げると、有価証券等の評価損・売却損は、駒澤大学 190 億円、慶應義塾大学 170 億円、愛知大学 118 億円、南山大学 114 億円、上智大学 90 億円、神奈川歯科大学 72 億円、大阪産業大学 59 億円、青山学院大学 57 億円、同志社大学 27 億円、法政大学 18 億円となっている。ただし、駒澤大学、愛知大学、南山大学はデリバティブの運用損を含み、神奈川歯科大学は過去2年間の損失額を含んでいる。

どの大学も本体の規模から比較して損失額が巨額であり、予想もつかないほどの大きさに膨れ上がったことがわかる。これはハイリスク・ハイリターンの運用を行っていたからである。そのことを確認するため、利息・配当金から構成される資産運用収入を資産運用残高で割った運用利回り（％）を見てみることにしよう。この指標は直接利回りに相当するものである。

同じ2009年3月期の数値を見ると、駒澤大学 4.74%、慶應義塾大学 1.92%、愛知大学 4.86%、南山大学 4.35%、上智大学 3.55%、神奈川歯科大学 1.28%、大阪産業大学 4.68%、青山学院大学 2.61%、同志社大学 1.16%、法政大学 1.44%となっている。

10年物国債利回りとの比較からある程度推測できるように、これらの私立大学の運用利回りはかなり高く、ハイリターンを求めたハイリスクな運用を展開していることがわかる。リスクを冒さなければ運用利回りは国債利回り以下の数値になるが、主要私立大学のほとんどはそれよりも高い運用利回りを示しているため、ハイリスクな運用を実施していたことが確認できる。

いままではリスクが表面化しなかったので運用上の問題が発生しなかったが、今回の経済危機でリスクが現実のものになってしまったため、有価証券等の評価損・売却損が一気に膨れ上がってしまったのである。

私立大学の決算では一般企業の損益計算書に相当する消費収支計算書で期間損益が示される。そのうち利息・配当金は消費収入の一部を構成し、有価証券等の評価損・売却損は消費支出に組み込まれている。今回の経済危機で私立大学が直撃を受けたのは利息・配当金の減少よりも有価証券等の評価損・売却損であろう。

これにより消費収入から消費支出を引いた消費収支差額が大幅な赤字になり、大学経営の本体を大きく揺るがすことになった。たとえば、「金融ビジネス」（2009 年）によると、慶應義塾大学は有価証券等で 170 億円の損失を計上したほかに、365 億円もの含み損を抱え、そのことが横浜市内に設立予定の小中一貫校を延期する方向に動いたという。また、駒澤大学も有価証券等の巨額損失から東京・世田谷区のキャンパス再開発計画の延期が検討されたようである。

資産運用の失敗による巨額損失は長期的な経営計画を変更させるだけではない。日常の運營業務にも大きな支障をもたらし、本来の教育・研究活動も停滞させる恐れがある。しかも、大学間競争が年々厳しくなる状況の下では、こうした資産運用の失敗は長きにわたって尾を引く可能性が極めて高い。

(2) 新しい資産運用体制の構築

このような私立大学の資産運用の失敗に対してさまざまな角度から意見が出されているが、ほぼ共通した意見は、本来、学校法人の資産運用は慎重であるべきだということであろう。それゆえ、ここ数年にわたって主要大学が行い続けたハイリスク・ハイリターンの資産運用は、誤った方向に走ってきたと考えられている。

学校法人を所管する文部科学省もまったく同様の考え方を表明し、経済危機が私立大学の財務を直撃していることから、2009 年 1 月に資産運用に対して注意を喚起する通知を全国の学校法人に送付している。

そこでは「学校法人の運営は学生の納付金や浄財である寄付、税金である補助金で支えられ、運用の安全重視が求められる」ので、資産運用は「必要性やリスクを十分考慮し、慎重に取り扱うべきだ」と指摘している。（「日本経済新聞」2009 年 1 月 7 日朝刊）

確かに学校法人である私立大学は一般企業と異なり、設立の趣旨から見て儲けることが第一の目的ではない。まして株式や外国為替などリスクを伴った資産運用は本来の大学の姿と程遠いように思えるのであろう。資金を運用するならば、国債などリターンは低い、リスクがほとんどない安全な有価証券だけを抱えていればよいと考えているのである。

だが、18歳人口の減少傾向が鮮明な動きになるにつれて、大学を取り巻く環境は年々厳しさを増している。かつてのような授業料の値上げは難しく、その一方で教育内容や施設など学生による大学サービスに対する要求は確実に高まっている。いつまでも授業料だけに依存した大学経営を続けるのは難しいであろう。

こうした困難な状況を打開するひとつの手段が資産運用である。運用収益を高めることで授業料以外の収入が増え、それを財源にしながら、さらに豊かな大学サービスの提供につながっていく。したがって、大学間競争が激しくなるにつれて、ますます資産運用に注目せざるを得なくなる。その場合、高いリターンを得なければ意味がないので、ある程度のリスクを冒さなければ実現できないことになる。

もちろん、ローリスクでハイリターンの運用を見つけ出せば、これほど都合のいい運用はない。だが、それを見つけ出すのは難しく、あったとしても長期にわたって運用し続けるのは不可能である。

したがって、これからのわが国の私立大学は高いリターンを目指すなら、ある程度のリスクをとる覚悟で資産運用に臨まなければならない。そうでなければほとんどの私立大学は厳しい経営環境に打ち負かされてしまうであろう。

今回の経済危機の教訓として私立大学はリスクを回避する安全志向の資産運用に切り替える必要性を感じているようだが、激変する経営環境を考えれば、資産運用に一層のウェイトを置きながら、あえてリスクに向かった運用姿勢を示さなければならないと思われる。

それでは、十分な運用収益をあげながら、今回の経済危機のような大きなリスクを吸収できるような経営体制を築くには、大学は資産運用をどのように変えていかなければならないであろうか。

米国の大学ではかなり古くからこの難問に取り組み、それを克服するための運用体制を構築している。これにより高いリターンを得ながら、収益の一部を持続的に大学運営にもたらしている。米国では日本と比較にならないほど多くの大学が存在し、大学間の競争が激しいため、資産運用に対して積極的な姿勢で取り組んでいかざるを得ない。そうした要求がリスクを吸収しながら高いリターンを生み出す運用体制を作り出しているのである。

そこで、本論文ではそうした米国の大学を参考にしながら、将来、わが国の私立大学にとって必要な新しい運用体制を模索していくことにしたい。

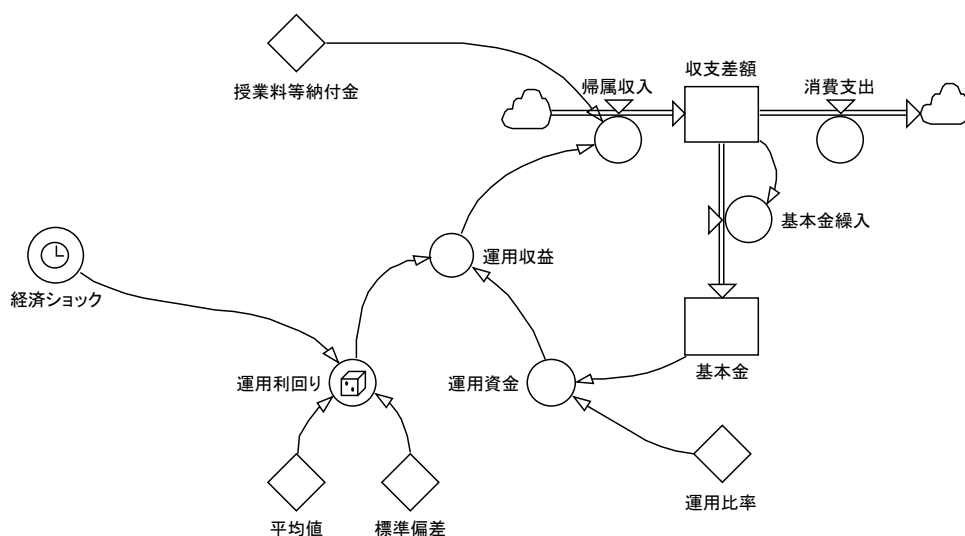
2 大学の資産運用モデル

(1) 日本の私立大学の資産運用モデル

まず、わが国の私立大学の資産運用メカニズムを簡単なモデルで表現することから始めよう。図表1はそのために描かれたものである。ここでは運用収益が帰属収入に向かい、その資金が支出あるいは基金に組み入れられていく姿をシステムダイナミックスのソフトである「スタジオ」を用いて示されている。このモデルの詳細な方程式の構造や定数の値などは付録1に収められているので、関心のある読者は参考にしてほしい。

早速、この図を見るとわかるように、帰属収入を構成するのは「授業料等納付金」であり、それを補うものとして「運用収益」が存在する。そうした帰属収入は大学を運営するために必要な「消費支出」に流れ、その残りが基本金繰入に向かっていく。

図表1 日本の私立大学の資産運用モデル



そして、毎期発生する基本金繰入が累積したものが「基本金」であり、この資金から大学の校舎等が作られていく。大学が運営されていくうえで充実した教育・研究を進めていくには校舎などの設備投資が欠かせない。そのため、基本金は年々大きくなっていく傾向にある。

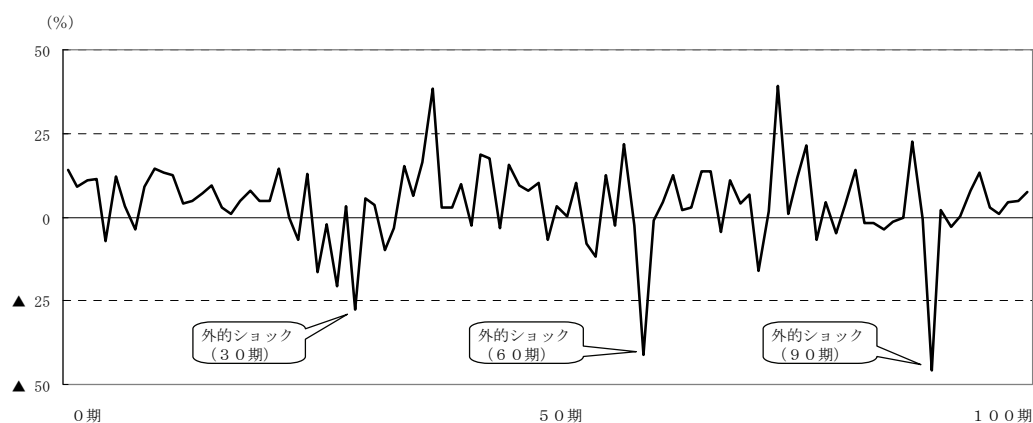
だが、この資金はすぐに設備といったモノに変わっていくわけではない。ある期間にわたってカネの状態で保有されているのが実態である。そのため、基本金のうち一部の資金が運用資産として活用され、利息収入を増やしている。また、ここでは示されていないが、基本金だけでなく一時的に余裕のある資金も運用資産として活用されている。

このモデルでは基本金に「運用比率」を掛けた金額が運用資金の対象となり、不確実な運用利回りに晒されていると仮定している。そのため、ランダムな動きを展開する運用利回りは「平均値」と「標準偏差」が定められた正規分布として描かれている。

さらに世界経済危機をイメージした要因として「経済ショック」が組み込まれている。これにより、ある特定の期間のみ、運用利回りが大幅に下落するようになっている。

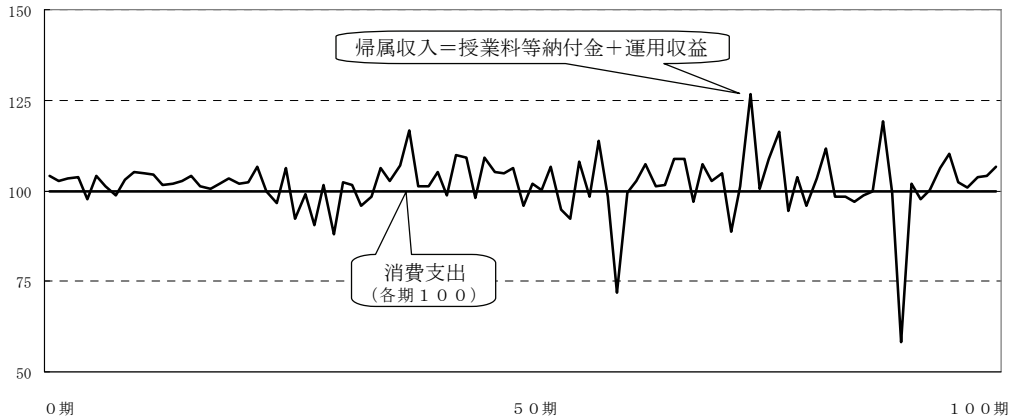
そうした特殊な要因である経済ショックを受けながらランダムな動きを見せる運用利回りを図示したものが図表 2 である。この図を見るとわかるように高い運用利回りが得られる期間もあれば、逆にマイナスの運用利回りに転じたりしている。また、30 期目ごとに経済ショックを受けていることも確認できる。

図表 2 運用利回りの変動



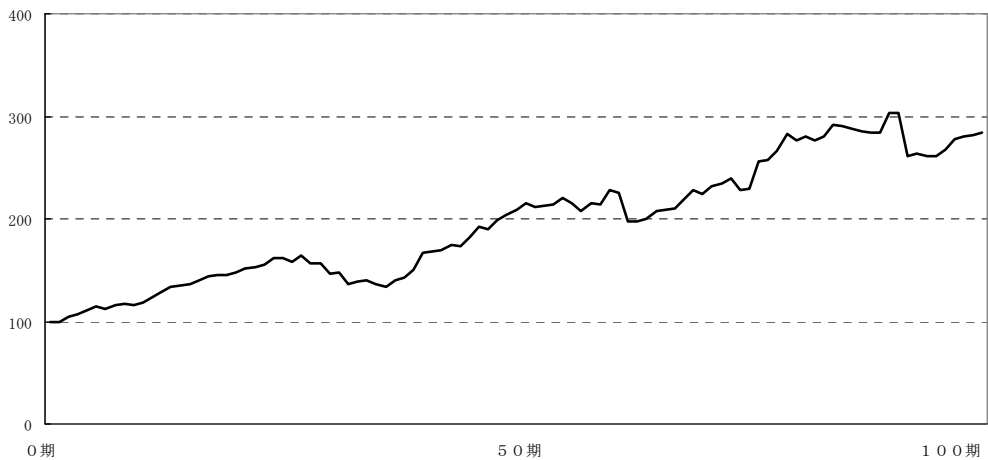
そうした変動を示す運用利回りから生み出された運用収益が授業料等納付金に加わることで帰属収入が決定される。図表 3 はそうした運用利回りの影響を受けて変動する帰属収入と、一定規模で每期 100 ずつ発生する消費支出が並べられている。

図表 3 帰属収入と消費支出の変動（日本の私立大学）



帰属収入が運用収益の影響で変動するため、帰属収入が消費支出を上回ったり、あるいは下回ったりし、帰属収支差額は黒字あるいは赤字になったりする。それは最終的に基本金に反映され、黒字であれば基本金は増大し、赤字であれば基本金は減額していく。そうした帰属収支差額による基本金の変動を描いたものが図表 4 である。シミュレーションでは基本金の変動を繰り返しながら拡大傾向にある姿を描いている。

図表 4 基本金の変動（日本の私立大学）



このように見ていくとわかるように、大学経営は資産運用の成果がそのまま帰属収入に反映されるので不安定な動きをせざるを得ない体質を持っている。運用利回りが確実にコントロールできればまったく問題ないが、多くの場合、市場の荒波にさらされるため、その変動は激しい。たとえば、リーマンショックのような急激な運用環境の変化に対して、ほとんど十分な対応ができないのが現状である。

帰属収入の不安定性から最終的に赤字に陥ることもある。その時、短期的な計画ばかりでなく長期的な計画も修正を余儀なくされ、大学経営が立ち遅れる恐れがある。そうした事態を回避しなければならないにもかかわらず、資産運用の成果がダイレクトに大学経営に影響をもたらす不安定な構造を持ち続けているのがわが国の私立大学の現状である。

それでは、どのようなシステムを採用すればよいのであろうか。その解答を求めるため、米国の私立大学の資産運用について見ることにしたい。

(2) 米国の大学の資産運用モデル

日本の大学では経常的な運営を円滑に進めるために必要な短期的な資金も、また校舎等の設備投資に向けて積み立てられた資金も、資産運用の対象になっている。これらは資金の目的からいって、リスクに晒してはいけない性格を持っている。

大学を運営していくうえで一時的に発生した資金は、運用するならば短期の安全資産に回していかなければならない。設備投資のために蓄積された資金ならば時間的なゆとりがあるが、危険な運用に用いるわけにはいかない。もし、運用に失敗すれば校舎等の建設計画に大きな支障をもたらすからである。

米国の大学ではこうした問題を解消するため、運用対象となる資金は本来の業務から発生する資金と切り離している。片山英治・神山哲也（2000）そして片山英治（2000）に従って米国の大学の資産運用の実態を見ていくと、大学は寄付基金（エンドウメント・ファンド）を本体の外に設け、そこに寄付金が行く仕組みを作っている。寄付金で構成された資金は積極的に運用され、一部が大学本体の収入として流れていく。

寄付基金は本体から切り離されているので、たとえ運用で失敗しても大学は致命的な影響を受けることはない。また、そうした仕組みが設けられているので、リスクが大きくても高いリターンが生み出せるような投資対象に向かっていくことができるのである。

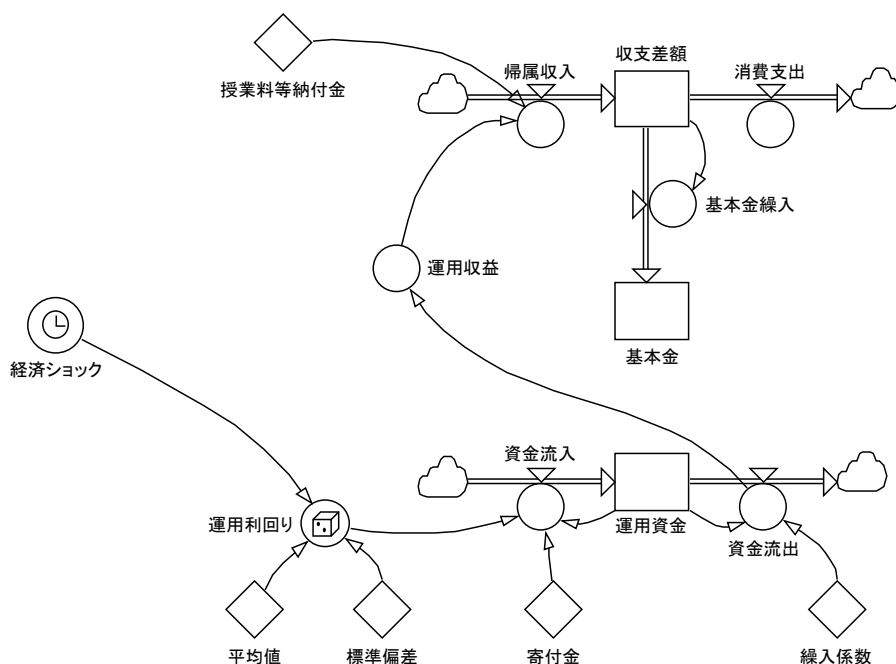
しかも投資収益の一部として大学に繰り入れられる資金はルールに基づいて決定づけられている。そのルールとはストックである運用残高の過去数年間の移動平均に対して、数

パーセントに相当する資金を大学に流していくものである。通常、それを「ペイアウト・ルール」と呼んでいる。

この場合、運用成果が良い場合は収益の一部が運用資金に組み込まれていくが、反対に悪い場合は収益だけでは足りないので、運用資金の一部を取り崩すことになる。したがって、運用資金の残高そのものは運用成果によって変動するが、大学本体に向かう資金の変動は小さいことになる。これならば運用成果に振り回されずに安定した資金が大学に向かうため、大学経営にとってプラスに働くであろう。

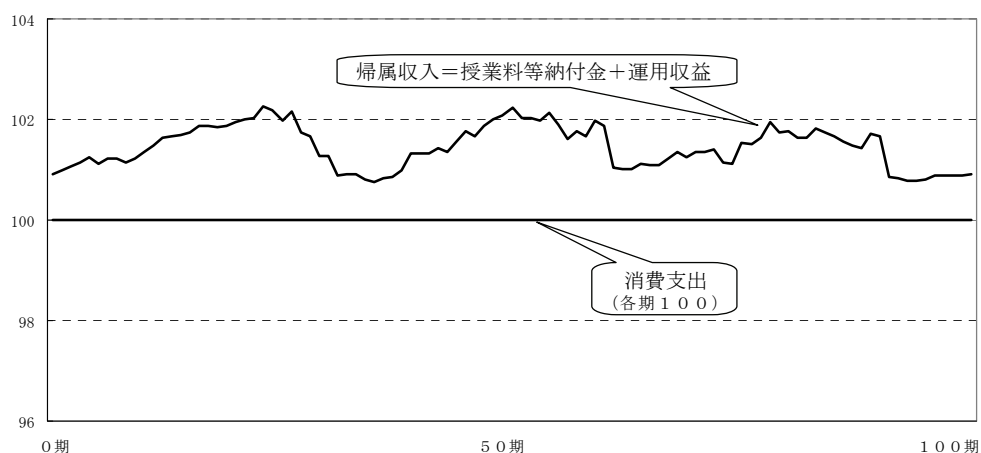
図表 5 は運用資金が大学本体と切り離された米国の大学の資産運用モデルを描いたものである。寄付金が運用資金として活用され、そこから運用収益として大学本体に流れていく姿が示されている。ここでは過去数年間にわたる運用資金の平均残高からある一定のパーセンテージの資金が繰り入れられるように「繰入係数」が決定づけられている。これにより運用利回りが経済ショックから大きな変動を受けても、大学本体に向かう運用収益は安定することになる。

図表 5 米国の大学の資産運用モデル



こうした資産運用モデルにしたがってランダムな運用利回りのもとで発生する帰属収入と、每期同じ数値の消費支出の動きを追ったものが図表6である。なお、このモデルでは資産運用収益の繰り入れを除いて、すべてが先ほどのモデルで用いた構造と同じ方程式と数値を用いている。モデルの詳細な方程式の構造や定数の値などは付録2に収められている。

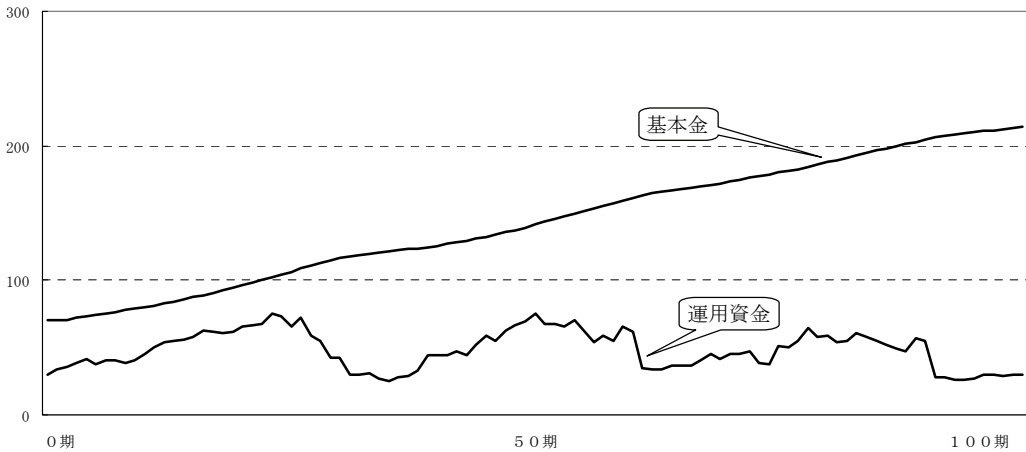
図表6 帰属収入と消費支出の変動（米国の大学）



この図を見るとわかるように、運用回りが経済ショックの影響を受けて大幅なマイナスを生み出す期間でも、帰属収入は消費支出を上回り、每期、黒字の状態が続いている。これにより運用環境の変化にかかわらず、運用資金からある一定の投資収益が流れ込むため、安定した大学運営が達成可能になることがわかる。

もちろん、こうしたことができるのは運用資金がバッファの役割を果たしているからである。図表7はそのことを理解するため、運用資金のほか、基本金の動きも描いたものである。確かに運用資金の残高は運用環境の変化を受けて大きな変動を被っている。だが、ペイアウト・ルールに従って一定の運用収益が大学本体に送られ、その資金の一部が基本金に組み入れられるので、基本金は安定した状態で増大している。これにより大学経営は安定性を高めていることが確認できる。

図表 7 基本金と運用資金の変動（米国の大学）



(3) ハイリスク・ハイリターンを支える仕組み

わが国では私立大学の資産運用に対して否定的な見方をする人が多いように思える。とりわけ、今回の経済危機の影響から巨額損失を抱えた大学が現れたために、そうした考え方が強まっているようである。

だが、米国の大学のように資産運用を本体から切り離し、さらにペイアウト・ルールに従って運用成果をコンスタントに拠出していけば、運用環境の変化を受けにくい。また、このシステムがある限り、ある程度リスクを負った運用に向かうことができるであろう。

実際、米国の大学では株式、債券、ミューチュアル・ファンドを中心に運用しているが、さらにリスクの高いプライベート・エクイティ、不動産、ハイイールド債なども投資対象として積極的に運用している。

そのうち最も高い割合を占めているのが株式であり、しかも国内株式だけでなく外国株式も含んでいる。米国の主要大学のなかには外国株式のほうが国内株式よりも投資比率が高いところもあるほどである。

確かに米国の大学がハイリスク・ハイリターンの運用姿勢を貫き通すことができるのは、運用資金が大学本体から切り離されているからである。だが、それだけではない。日本の大学と違って資産運用だけを専門に行う組織を設け、独立した運営を展開していることも運用姿勢に大きな違いをもたらしている。

多くの米国の大学では複数の運用会社と契約を結び、運用の仕事を任せるスタイルを

とっている。特に規模が小さな大学の場合、投資専門のスタッフを抱える余裕がないからである。また、理事会の責任のもとで下部組織に位置する投資委員会が経営コンサルティング会社の助言を得ながら、資産配分の決定や運用会社の選定を行っているところもある。いずれにせよ、大学が大まかな投資方針を示し、それに従って運用会社が動いていく仕組みが出来上がっている。

その一方で、規模が大きい大学では外部の運用会社に依存せず、独自の運用組織を持つところもある。意思決定機関である投資委員会がスタッフを抱え、高いリターンを求めている。全米で最大の運用資金を持つハーバード大学では内部の運用組織を飛び越えて、独自に運営子会社を設立し投資資金を運用している。外部の運用会社に委託するよりもコストが安く、別の報酬体制を採用することで大学内の運用組織よりも投資効率を高めることができるからである。独自の運用組織を持つことで、規模がさらに大きくなり、ハイリスク・ハイリターンの運用方針が強まっているようである。

3 私立大学の資産運用の現状

(1) 多数を占める安全志向の運用姿勢

経済危機の影響を受け、わが国の私立大学では資産運用に対して消極的な姿勢をとる傾向が強まっているように見える。本来、その運用資金は利用する目的が明確であり、リスクに晒す性格のものではないからである。

もし、わが国の大学がリスク覚悟で高い運用収益を求めて行動するならば、運用資金は本体と切り離した形でプールしなければならない。まして、授業料から発生した資金を危険な運用に回すわけにはいかないであろう。このことは経済危機から学んだ教訓である。

現状ではわが国の私立大学は米国の大学のようなリスクを伴う運用を行う環境は全くできていない。それにもかかわらず、ハイリスク・ハイリターンの運用に向かった私立大学は大いに反省すべきであり、運用するならば短期かつ安全な資産にとどめるべきであったと思われる。

こうしたことはすでに多くの私立大学で認識されていたものと思われる。一部の私立大学だけがリスクを顧みず積極的運用に走ったために巨額損失を抱えてしまったのである。私立大学全体で見れば、かなりのウエイトを占めているわけではないであろう。

そこで、次にハイリスク・ハイリターンの運用に向かった大学はむしろ特殊なケースで

あり、多くの私立大学は安全志向の運用を行っていたことを「私立大学財政データ 2009 年版」(2009 年)を用いて確認してみることにはしたい。

このデータには全国の私立大学 601 校を対象にした学校法人ベースによる 2008 年 3 月期決算の情報が収められている。図表 8 はここから私立大学の運用利回りをすべて取り出し、0.5%刻みに校数と割合(%)を整理したものである。これを見るとわかるように 10%を超える高い運用利回りを生み出した大学が 2 校あるのに対して、運用利回りがゼロの大学が 9 校あり、残りの 590 校はその間に位置している。

図表 8 全私立大学の運用利回りの分布

運用利回り ($r \cdot \%$)	校数	割合 (%)
$r = 0$	9	1.50
$0 < r \leq 0.5$	131	21.80
$0.5 < r \leq 1.0$	194	32.28
$1.0 < r \leq 1.5$	92	15.31
$1.5 < r \leq 2.0$	49	8.15
$2.0 < r \leq 2.5$	36	5.99
$2.5 < r \leq 3.0$	19	3.16
$3.0 < r \leq 3.5$	16	2.66
$3.5 < r \leq 4.0$	13	2.16
$4.0 < r \leq 4.5$	12	2.00
$4.5 < r \leq 5.0$	5	0.83
$5.0 < r \leq 5.5$	6	1.00
$5.5 < r \leq 6.0$	5	0.83
$6.0 < r \leq 6.5$	4	0.67
$6.5 < r \leq 7.0$	2	0.33
$7.0 < r \leq 7.5$	2	0.33
$7.5 < r \leq 8.0$	2	0.33
$8.0 < r \leq 8.5$	1	0.17
$8.5 < r \leq 9.0$	0	0.00
$9.0 < r \leq 9.5$	1	0.17
$9.5 < r \leq 10$	0	0.00
$10 < r$	2	0.33
合計	601	100.00

(注) 運用利回りの平均値は 1.07、標準偏差は 1.73 である。

(注) データ : 2008 年 3 月期

なかでも運用利回りが1%以下の大学がほとんどであり、その割合は55.58%である。また、1%を超えて1.5%以下の大学は15.31%であり、さらに1.5%を超えて2%以下の大学は8.15%である。両者に挟まれた1%超から2%以下の割合は23.46%になる。

そうすると、10年物国債流通利回りが1.5%前後であった当時の運用環境から考えると、大部分の大学は安全志向の資産運用を心掛け、リスクを負った積極的な資産運用を展開していたわけではなかったことがわかる。

2%を超える運用利回りを達成している残りの大学がリスクを負った積極的資産運用を実践しているのであって、その割合は20.96%である。したがって、約2割の大学がハイリスク・ハイリターンの運用に向かっていたといえる。

冒頭に示した巨額損失を抱えた私立大学はそうした部類に属する大学である。日本を代表する主要な私立大学が積極的な運用を展開しているために、多くの私立大学が同じような危険な運用を試みているように思われるかもしれないが、実際は国債を中心とした安全志向の資産運用を心掛けている大学が大部分であることが推測できる。

(2) 運用利回りと経営指標の相関関係

多くの私立大学は資産運用に対して安全志向にあることがわかったが、そうした運用姿勢は大学の財政状態によって影響を受けると考えられがちである。つまり、財政に余裕のある大学は安全志向であるが、逼迫している大学は危険な運用に向かっていると思われがちである。

その場合、単純に解釈すれば、財政赤字の私立大学ほどリスクをとった資産運用を展開しているように受け止められる。なぜなら、授業料等の収入が期待できなければ、それを補う資産運用益は重要な収入源であるため、財政赤字の大学ほど資産運用に依存した経営を展開していると考えられるからである。

特に学生数の減少やコスト増大から帰属収支差額が低下し、財政赤字に苦しむ大学は補完的手段である資産運用に深い関心を持つであろう。逆に帰属収支が黒字で余裕のある大学ほど授業料等で十分に運営できるため、資産運用に走る必要がないと思われる。

そこで、資産運用と財政ならびに経営状態の関係について私立大学財政データを用いながら調べてみよう。ここでは経営状態を把握するデータとして、帰属収支差比率、運用資産規模、総負債比率、人件費比率の4つのデータを取り上げて、運用利回りの関係を見てみることにしたい。

これらのデータの定義式は次の通りである。

運用利回り＝資産運用収入÷（その他固定資産＋流動資産）

帰属収支差比率＝（帰属収入－消費支出）÷帰属収入

運用資産規模＝その他固定資産＋流動資産

総負債比率＝負債の総合計÷総資産

人件費率＝人件費÷帰属収入

そこで、運用利回りを含めた5つの経営指標の相関行列を求めると、図表9のようになる。ただし、ここでは20大学平均の数値からそれぞれの相関係数が示されている。つまり、運用利回りの高い大学から低い大学に向かって順番に並べ、それぞれの経営指標の20大学移動平均を求め、加工した数値に基づきながら相関係数を得ている。生のデータをそのまま扱うよりも移動平均の数値のほうが私立大学全体の関係が一層明確に表現できるからである。

図表9 全私立大学を対象にした主要経営指標の相関行列

	①運用利回り	②帰属収支差比率	③運用資産規模	④総負債比率	⑤人件費比率
①運用利回り	1.000	0.233	0.595	▲ 0.053	▲ 0.720
②帰属収支差比率	0.233	1.000	0.330	▲ 0.076	▲ 0.630
③運用資産規模	0.595	0.330	1.000	0.013	▲ 0.673
④総負債比率	▲ 0.053	▲ 0.076	0.013	1.000	▲ 0.000
⑤人件費比率	▲ 0.720	▲ 0.630	▲ 0.673	▲ 0.000	1.000

（注）件数は582、▲はマイナスを意味する。

そうした20大学移動平均による相関行列のうち、運用利回りと他の経営指標の間に生じた相関係数だけを取り上げると、次のようになる。ただし、▲はマイナスを意味している。

運用利回りと帰属収支差比率の相関係数 ・ ・ ・ ・ ・ 0.233
 運用利回りと運用資産規模の相関係数 ・ ・ ・ ・ ・ 0.595
 運用利回りと総負債比率の相関係数 ・ ・ ・ ・ ・ ▲0.053
 運用利回りと人件費比率の相関係数 ・ ・ ・ ・ ・ ▲0.720

(3) 資産運用と財政ならびに経営状態の関係

このなかで注目すべき経営指標は、帰属収支差比率である。それを見ると、運用利回りに対して正の相関を示している。一般に赤字の大学が収入不足を補填する手段として資産運用に力を入れる構図を描く場合が多いが、この結果を見る限りではそうした解釈は否定され、黒字の大学ほど資産運用に熱心であることがわかる。

もちろん、高い運用利回りを達成しているからこそ、帰属収支差額が赤字から黒字に転換し、正の相関が成立しているとも解釈できるが、そうした因果関係はごく一部の大学だけで、多くは黒字の大学ほど高い運用利回りを求めて行動しているようである。

そうした大学の姿をさらに正確にとらえるため、今度は運用資産規模との関係を見ることにしよう。そうすると、運用利回りと正の相関にあり、資金量が大きい大学ほど運用利回りが高い傾向にあることがわかる。

運用資産は大学の総資産に比例するから、運用利回りは大学の規模に比例していると判断できる。つまり、規模が大きい大学ほど運用利回りは高く、規模が小さい大学ほど運用利回りは低い傾向にあるととらえられる。

一方、総負債比率との関係を見ると、運用利回りと負の相関を示しているが、数値そのものが極めて低いため、この場合、運用利回りと総負債比率との関係はほとんどないと解釈できる。そうすると、この事実から自己資本（基金）で賄うか、あるいは借入で賄うかという財務構成に関わりなく、運用資産の規模そのものが運用利回りに影響をもたらしているといえる。

また、人件費率との関係も興味深い結果である。運用利回りとの関係を見ると、負の相関であり、人件費率が低い大学ほど運用利回りが高い傾向にある。このことも一般に考えられている大学の姿と異なっているように見える。なぜなら、人件費率が高い大学は経営内容が悪化していて、それを補うために多額の利息収入を得るため、資産運用に対して積極的に取り組むと思われるからである。しかし、実際は逆で、支出面で余裕のある大学ほど資産運用に対して積極的である。

このように見ていくと、規模が大きく経営内容が盤石な大学ほど運用利回りが高く、リスクの高い積極的投資を試みていることがわかる。財務的に余裕があるからこそリスクが負担できるのであり、その結果がハイリスク・ハイリターンの運用に向かっているのである。

それに対して規模が小さな大学は経営が厳しく、財務内容を安定化させるために資産運

用から収益を得たいのであろうが、もし失敗すれば破たんに向かう恐れがある。そのためリスクを負った資産運用は難しく、安全資産の運用に向かわざるを得ず、運用利回りは低くなる傾向にある。

結局、総合的に判断すれば、資産運用に対する取組みは大学の財政あるいは経営状態とはあまり関係がないことがわかる。一般に経営が行き詰まったために、その打開策として資産運用に力を入れているようにとらえられるかもしれないが、少なくとも資産運用に失敗した私立大学は帰属収支差額が赤字に陥ったためではない。そうした大学が資産運用に積極的に取り組んでいるのは、将来に向けて万全な体制を整えるためであって、現在の財政および経営が悪化しているからではないことがわかる。

4 運用資金としての寄付金

わが国の場合、一部の規模の大きな私立大学が経営的なゆとりを背景に積極的な運用に向かっているだけで、多くの私立大学は全体的に安定志向であることが全私立大学のデータから確認できた。

だが、いつまでも安定志向の運用を続けていくわけにはいかないであろう。いままで以上に大学間の競争が強まれば、運用に力を入れていかざるを得ないからである。その時、現在のような大学内部に組み込まれた運用体制ではなく、米国の大学のように独立した組織の運用体制を築いていかなければならない。これにより経営を安定化させながら、ハイリスク・ハイリターンの投資姿勢に転じることができるであろう。

ただ、注意しなければならないことがある。それは米国の運用資金は寄付金から成り立っていることである。寄付金は使用する目的が最初から決まっていないので、リスクを伴った運用が可能となる。

ところが、わが国の場合、米国と異なり寄付金はそれほど小さくなく、帰属収入をわずかに支えるに過ぎない存在である。寄付金がある程度の規模に達しない限り、いくら日本の私立大学が資産運用に積極的になろうとしても無理がある。

私立大学を取り巻く環境は厳しく、国からの補助金も徐々に削減される方向にある。近い将来、日本も米国と同様に寄付金をどれだけ確保できるかが経営を左右する重要な要因として取りあげられるようになる。寄付金を獲得するには大学の教育・研究活動が社会にどれだけ貢献しているかが決め手となる。社会の要求に十分応えた大学だけに潤沢な資

金が流れ、それを運用することで、さらに資金が膨らむメカニズムが作用する。

こうした流れを踏まえれば、資産運用は寄付金を膨らませる役割を担うとともに、うまく機能した大学と失敗した大学の間でかなりの格差が生じることになる。それは究極的に大学の二極化を生み出すとともに、競争に敗れた大学は最終的に淘汰にもつながっていくであろう。資産運用は寄付金とともにこれからの私立大学にとっても重要な役割を果たしていくものと考えられる。

参考文献

- ・井潟正彦・片山英治「インハウス運用と運用子会社」、『知的資産創造』（野村総合研究所）、2000年10月
- ・宇野健司・内藤武史「リーマンショック後の大学の財務 ―求められる資産運用体制の再構築」、『金融ビジネス』（東洋経済新報社）、2009年秋号
- ・片山英治・神山哲也「米国の大学における資産運用の実態について」、『資本市場クォーターリー』（野村資本市場研究所）、2001年春
- ・片山英治「米国の大学にみる資産運用」、『知的資産創造』（野村総合研究所）、2001年3月
- ・金融ビジネス編集部「大学特集 私立大の7割に含み損 100 私立大財務ランキング」、『金融ビジネス』（東洋経済新報社）、2009年秋号
- ・小藤康夫「私立大学の資産運用と仕組み債」、『商学論集』（専修大学）2009年7月
- ・小藤康夫『大学経営の本質と財務分析』、八千代出版、2009年10月
- ・週刊ダイヤモンド編集部「大学 総力ワイド特集」、『週刊ダイヤモンド』、2009年10月31日号
- ・東洋経済新報社データベース営業部『私立大学財政データ 2009年版』、東洋経済新報社、2009年2月
- ・Advisory Committee on Endowment Management, *Managing Educational Endowments*, Ford Foundation, 1969
- ・David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management*, Free Press, 2000

付録 1 日本の私立大学の資産運用モデル

	名前	単位	定義
□	基本金	円	100
□	収支差額	円	0
⇒○⇒	帰属収入	円/期	授業料等納付金+運用収益
⇒○⇒	消費支出	円/期	100
⇒○⇒	基本金繰入	円/期	収支差額/TIMESTEP
○	運用資金	円/期	基本金/TIMESTEP*運用比率
○	運用収益	円/期	運用資金*運用利回り
○	運用利回り	%	NORMAL(平均値, 標準偏差, 0.5)+経済ショック
○	経済ショック		PULSE(-0.5<<期>>, STARTTIME+30<<期>>, 30<<期>>)
◆	授業料等納付金	円/期	100
◆	運用比率	%	30
◆	平均値	%	5
◆	標準偏差	%	10

(注) 図表 1 を参照。

付録 2 米国の大学の資産運用モデル

	名前	単位	定義
□	基本金	円	70
□	収支差額	円	0
□	運用資金	円	30
⇒○⇒	帰属収入	円/期	授業料等納付金+運用収益
⇒○⇒	消費支出	円/期	100
⇒○⇒	基本金繰入	円/期	収支差額/TIMESTEP
⇒○⇒	資金流入	円/期	運用資金/TIMESTEP*運用利回り +寄付金
⇒○⇒	資金流出	円/期	運用資金/TIMESTEP*繰入係数
○	運用収益	円/期	資金流出
○	運用利回り	%	NORMAL(平均値, 標準偏差, 0.5)+経済ショック
○	経済ショック		PULSE(-0.5<<期>>, STARTTIME+30<<期>>, 30<<期>>)
◆	授業料等納付金	円/期	100
◆	運用比率	%	30
◆	平均値	%	5
◆	標準偏差	%	10
◆	寄付金	円/期	0

(注) 図表 5 を参照。